

### PRECIO OBJETIVO 2015 DE \$3.05

Tras la presentación de las cifras financieras al 3T14 y después de haber participado en la conferencia telefónica de resultados, estamos revisando nuestro Precio Objetivo para finales de 2015 a **P\$3.05** de P\$ 4.0 (potencial de 22.9% vs. 14.9% del IPyC). Lo anterior obedece al reconocimiento de un mayor plazo en el proceso de transformación de la compañía (ver párrafo siguiente). A pesar de esto seguimos considerando a Maxcom una buena opción de inversión de largo plazo, por lo que **forma parte de las emisoras de la categoría COMODIN**.

### TRANSFORMACIÓN TOMARÁ MÁS TIEMPO

El proceso de transformación de la empresa está llevando más tiempo del previsto, debido a factores internos y a situaciones propias del sector, en donde existe incertidumbre y mayor competencia (ver párrafos siguientes). Por lo anterior, anticipamos un mayor plazo para alcanzar los crecimientos planteados y que son consecuencia de la renovación de la compañía. Estimamos crecimientos en 2015 de 4.1% y 16.6% en Ventas y Ebitda respectivamente (vs. 5.2% y 21.4% anteriores). Esto no contraviene nuestra positiva visión de largo plazo para la empresa, ya que consideramos que con todo este proceso, se colocará en un puesto más competitivo.

### 2015 POSITIVO PERO A MENOR RITMO

En la conferencia telefónica de resultados al 3T14, se mencionó que se estima se un monto de aproximadamente US\$ 70 millones (aprox. P\$ 910 millones) para inversión (CAPEX) con lo que se incrementará y modernizará la infraestructura de la compañía, a fin de incrementar el número de usuarios. Destaca que hacia 2015, los segmentos de mejores márgenes, *Residencial y Comercial*, serían los principales impulsores de crecimiento, una vez que la implementación de nuevas tecnologías, principalmente inalámbricas, haya finalizado durante el 2015. Por el momento no se presentará la guía para 2015, sin embargo nosotros estamos revisando nuestros estimados, debido a proyecciones más conservadoras en usuarios y tarifas, que se explican por el entorno de incertidumbre y competencia que vemos en el sector.

### INCERTIDUMBRE Y MÁS COMPETENCIA EN EL SECTOR

El sector se percibe incierto en distintos temas. Las ventajas que hoy tienen compañías de menor tamaño (*Maxcom incluida*) debido a medidas asimétricas (*tarifas de interconexión cero, acceso a infraestructura, etc.*) implementadas al Agente Económico Preponderante (AEP), podrían no seguir si es que Amx logra reducir su participación de mercado y cambiar su estatus actual, mediante la venta de algunos activos. Con esta venta, se incorporaría un nuevo participante, con un tamaño importante, aumentando la competencia y presionando aún más al resto de las compañías. Además hay que considerar el interés de empresas como Telefónica o AT&T, quienes se encuentran en búsqueda de oportunidades que incrementen su participación o den entrada al mercado mexicano, lo que aumentaría el número de competidores implicando esfuerzos adicionales para retener a los usuarios existentes por parte de las empresas que hoy forman parte del sector. Los procesos de reestructura interna y de implementaciones tecnológicas continúan. Con todo este entorno, reiteramos nuestra idea de un menor ritmo de crecimiento respecto a nuestras primeras impresiones de hace varios meses.

### POTENCIAL DE 19.6% VS 14.9% DE IPyC

Nuestro PO'15 de P\$ 3.05 es el resultado de una valuación a través del Descuento de Flujos Libres de Efectivo, ya que consideramos que esta metodología refleja de mejor manera el valor justo de la compañía pues captura los resultados esperados más allá de 2015 y 2016.

**¡ATENCIÓN!**  
**Precio Objetivo '15 P\$ 3.05**

#### RESUMEN

	Empresa	Pond.
Crecimiento	Positivo	✓
Rentabilidad	Neutral	
Sector	Neutral	
Estruct. Fin.	Positivo	✓
Dividendos	Neutral	
Administración	Positiva	✓
	Valor	Pond.
Valuación	Atractiva	✓
Bursatilidad	Media	

#### Rendimiento esperado

	Emisora	IPyC
Precio Actual	2.48	43,666
P. O. 2015	3.05	50,200
Var % (Nominal)	22.9%	14.9%
Diferencia	8.0 ppt	

#### Indicadores de mercado

	Emisora
U12M: Min-Max	2.34 – 3.83
Market Cap (US\$ mn)	192
Free Float	48.0%

#### Estimados / Valuación / Solidez

	U12M	2014e	2015e
Ventas	10.0%	5.2%	4.1%
Ebitda	0.5%	2.4%	16.6%
Mg Ebitda	18.9%	17.7%	19.8%
Mg Neto	NS	NS	NS
Apalancam.	0.75X	0.90x	0.90x

“El pesimista se queja del viento, el optimista espera que cambie, el realista ajusta las velas”

*William Ward*

Andrés Audiffred Alvarado.  
aaudiffred@vepormas.com.mx  
5625 150 ext. 1530

**Octubre 27, 2014**

#### ESTRATEGIA BX+

PPBX+	En IPyC	Condición
0.0%	0.0%	COMODIN

#### MAXCOM vs. IPyC (Últimos 12 Meses)



Fuente: Grupo Financiero BX / Bloomberg



CATEGORÍA:  
NOTA DE EMPRESA



**5** TIEMPO ESTIMADO  
DE LECTURA (min)



**OBJETIVO DEL REPORTE**  
Identificar empresas atractivas  
para su inversión en Bolsa

## VALUACIÓN y PO'15 P\$ 3.05

Nuestro PO'15 de P\$3.05, implica un potencial de 22.9% respecto del precio actual y hacia finales de 2015, y es el resultado de una valuación a través de un Descuento de Flujos Libres de Efectivo (DCF) ya que consideramos que esta metodología refleja de mejor manera el valor justo de la compañía, pues captura nuestras expectativas más allá de 2015 y 2016.

Para este ejercicio, determinamos el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC) de 7.1%, utilizando un costo ponderado de la Deuda de 5.6% y un costo de capital de 8.0%. En este último caso, utilizamos el bono de 30 años de EUA (3.1%) más el Riesgo País de México representado por el CDS de 10 años (1.2%), un premio por riesgo mercado de 5.5% y una Beta de 0.66. Asumimos un múltiplo FV/EBITDA de 6.8x para el cálculo del valor de la perpetuidad, que implica un descuento de 5.0% respecto del que cotiza actualmente.

MAXCOM - Valuación por Descuento de Flujos (P\$ mn)					
Concepto	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Flujos Libres de Efectivo	129	229	383	417	461
Valor Presente de Flujos	120	200	312	317	327
Flujos de Eftvo.	1,277				
Perpetuidad	2,082	Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)			7.1%
(-) Deuda Neta	135	Acciones en circulación (mn)			1,046
Valor Justo Capital	3,223	Valor por Acción (P\$)			3.05

Fuente: Grupo Financiero BX+

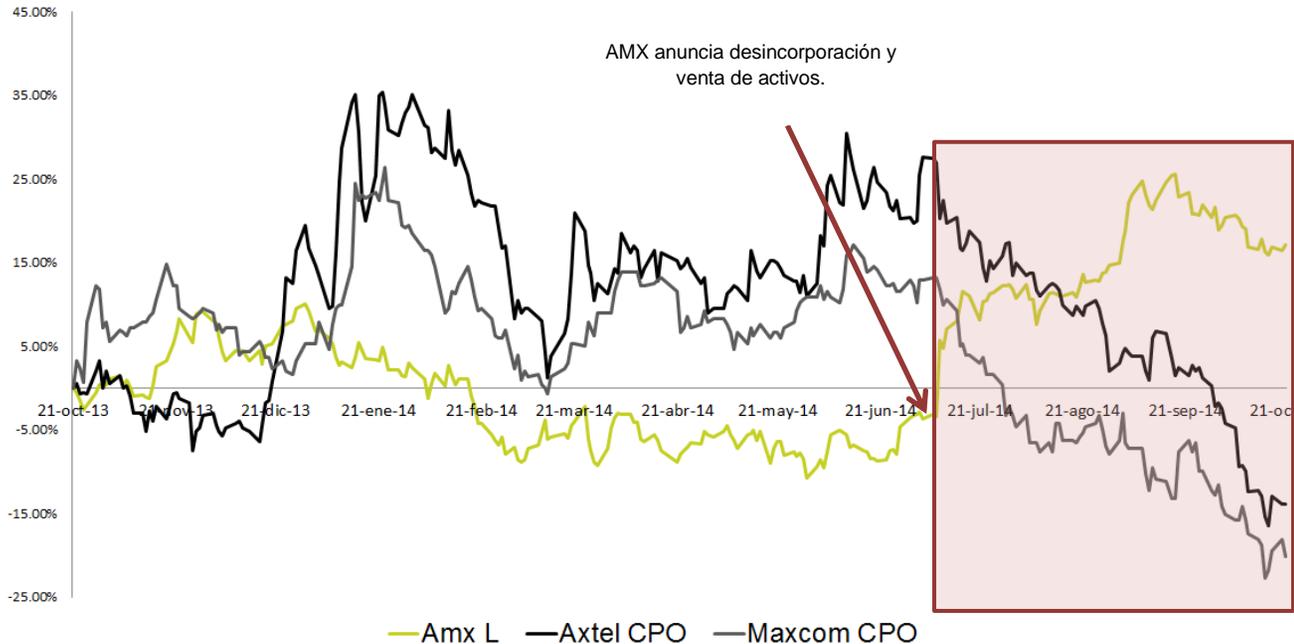
## 2015 POSITIVO PERO A MENOR RITMO

Si bien, esperamos que 2015 sea un año positivo para la compañía, estamos revisando a la baja nuestros estimados de crecimiento, lo cual se explica en gran medida por los resultados observados en lo que va de 2014. Consideramos que el ritmo de recuperación de clientes que presentará Maxcom durante lo que resta del año y en 2015 será similar al observado hasta ahora, por lo que el crecimiento en Ventas para el siguiente año será de 4.1%, mientras que en el Ebitda anticipamos un incremento de 16.6% debido a la estabilización de Costos y Gastos, así como a una baja base de comparación. Un ejemplo de este tema es el anuncio realizado recientemente por la compañía, en donde dio a conocer su intención de deslistar de la Bolsa de Valores de Nueva York sus *American Depositary Shares* (ADS por sus siglas en inglés). Con esto se busca reducir los costos y esfuerzos administrativos que implican las obligaciones de reportar información a la *Securities and Exchange Commission* (SEC).

## CAMBIO EN AMX = INCERTIDUMBRE EN EL SECTOR

El pasado 8 de julio, América Móvil (BMV: **AMX**) anunció que, derivado de los cambios regulatorios presentados en México y después de haber sido declarado Agente Económico Preponderante en el sector de telecomunicaciones, buscaría llevar a cabo distintas medidas para **reducir su participación de mercado por debajo del 50%, mediante la desincorporación y venta de ciertos activos**. A raíz de este anuncio, el precio de las acciones de la emisora se incrementó en 19.8% mientras que Axtel y Maxcom han presentado reducciones de 24.8% y 25.1% hasta el día de ayer (ver gráfica siguiente). Esto se dio, a pesar de que hasta el momento, Amx no ha presentado formalmente el *Plan de Desincorporación* para su aprobación por parte del regulador, el Instituto Federal de Telecomunicaciones (IFT).

### VARIACION % U12M SECTOR DE TELECOMUNICACIONES



Fuente: Grupo Financiero BX+

Con lo anterior, se ha generado incertidumbre respecto del futuro de las medidas para el AEP, en donde, si bien las tarifas de interconexión asimétricas se han aplicado desde la entrada en vigor de la legislación secundaria (agosto 2014), no queda del todo claro cómo se implementarán el resto de ellas, en especial lo que se refiere a las obligaciones de compartición de infraestructura y redes. Adicionalmente, hemos visto que algunos participantes han preferido esperar a conocer cuáles serán los activos que Amx ponga a la venta, para entonces continuar con sus planes de inversión en el país. Esto ha hecho que el desarrollo de infraestructura en el sector se dé de manera más lenta.

## NUEVOS JUGADORES EN SERVICIOS ESPECÍFICOS

Con el proceso de reforma que se ha dado en el sector de telecomunicaciones y medios desde finales de 2012 con la propuesta del *Pacto por México* y hasta la promulgación de la legislación secundaria el pasado 14 de julio, hemos observado un gran interés por parte de empresas tanto nacionales como internacionales, los cuales han buscado aumentar su participación en el país, realizando inversiones que mejoran sus redes o aprovechando figuras como los *Operadores Móviles Virtuales (MVNO por sus siglas en inglés)* que permiten llegar al usuario final aprovechando la infraestructura de otros proveedores del servicio.

Este es un claro ejemplo del potencial que existe para la incorporación de nuevos participantes, y destacamos el caso de los MVNOs, ya que se trata de compañías que no requieren grandes inversiones en infraestructura. Cabe destacar que de la muestra presentada en el cuadro siguiente, existen diferencias importantes, ya que compañías como Maxcom y Megacable ofrecen un abanico de productos más completo, mientras que Virgin Mobile, Tuenti y Maz Tiempo, están focalizados en obtener participación de mercado a través de usuarios de prepago que actualmente no están del todo cómodos con su proveedor (Amx, Iusacell, Telefónica, etc.)

### OPERADORES MÓVILES VIRTUALES EN MÉXICO



Fuente: Grupo Financiero BX+

Con todo esto, destacamos que la competencia no es un tema menor, ya que implica esfuerzos adicionales para todas las compañías (incluida Maxcom) en la búsqueda de ganar participación de mercado.



REVELACIÓN DE INFORMACIÓN DE REPORTES DE ANÁLISIS DE **CASA DE BOLSA VE POR MÁS, S.A. DE C.V., GRUPO FINANCIERO VE POR MÁS**, destinado a los clientes de CONFORME AL ARTÍCULO 50 DE LAS Disposiciones de carácter general aplicables a las casas de bolsa e instituciones de crédito en materia de servicios de inversión (las “Disposiciones”).

Carlos Ponce Bustos, Rodrigo Heredia Matarazzo, Laura Alejandra Rivas Sánchez, Marco Medina Zaragoza, José María Flores Barrera, Andrés Audiffred Alvarado, Juan Elizalde Moreras, Juan José Reséndiz Téllez, Juan Antonio Mendiola Carmona, José Isaac Velasco, Edmond Kuri Sierra, Dolores María Ramón Correa y Daniel Sánchez Uranga, Analistas responsables de la elaboración de este Reporte están disponibles en, [www.vepormas.com.mx](http://www.vepormas.com.mx), el cual refleja exclusivamente el punto de vista de los Analistas quienes únicamente han recibido remuneraciones por parte de BX+ por los servicios prestados en beneficio de la clientela de BX+. La remuneración variable o extraordinaria que han percibido está determinada en función de la rentabilidad de Grupo Financiero BX+ y el desempeño individual de cada Analista.

El presente documento fue preparado para (uso interno/uso personalizado) como parte de los servicios asesorados y de Análisis con los que se da seguimiento a esta Emisora, bajo ningún motivo podrá considerarse como una opinión objetiva sobre la Emisora ni tampoco como una recomendación generalizada, por lo que su reproducción o reenvío a un tercero que no pueda acreditar su recepción directamente por parte de Casa de Bolsa Ve Por Más, S.A. de C.V. libera a ésta de cualquier responsabilidad derivada de su utilización para toma de decisiones de inversión.

Las Empresas de Grupo Financiero Ve por Más no mantienen inversiones arriba del 1% del valor de su portafolio de inversión al cierre de los últimos tres meses, en instrumentos objeto de las recomendaciones. Los analistas que cubren las emisoras recomendadas es posible que mantengan en su portafolio de inversión, la emisora recomendada. Conservando la posición un plazo de por lo menos 3 meses. Ningún Consejero, Director General o Directivo de las Empresas de Grupo Financiero, fungen con algún cargo en las emisoras que son objeto de las recomendaciones.

Casa de Bolsa Ve por Más, S.A. de C.V. y Banco ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, brindan servicios de inversión asesorados y no asesorados a sus clientes personas físicas y corporativos en México y en el extranjero. Es posible que a través de su área de Finanzas Corporativas, Cuentas Especiales, Administración de Portafolios u otras le preste o en el futuro le llegue a prestar algún servicio a las sociedades Emisoras que sean objeto de nuestros reportes. En estos supuestos las entidades que conforman Grupo Financiero Ve Por Más reciben contraprestaciones por parte de dichas sociedades por sus servicios antes referidos. La información contenida en el presente reporte ha sido obtenida de fuentes que consideramos fidedignas, aún en el caso de estimaciones, pero no es posible realizar manifestación alguna sobre su precisión o integridad. La información y en su caso las estimaciones formuladas, son vigentes a la fecha de su emisión, están sujetas a modificaciones que en su caso y en cumplimiento a la normatividad vigente señalarán su antecedente inmediato que implique un cambio. Las entidades que conforman Grupo Financiero Ve por Más, no se comprometen, salvo lo dispuesto en las “Disposiciones” en términos de serializar los reportes, a realizar compulsas o versiones actualizadas respecto del contenido de este documento.

Toda vez que este documento se formula como una recomendación generalizada o personalizada para los destinatarios específicamente señalados en el documento, no podrá ser reproducido, citado, divulgado, utilizado, ni reproducido parcial o totalmente aún con fines académicos o de medios de comunicación, sin previa autorización escrita por parte de alguna entidad de las que conforman Grupo Financiero Ve por Más.

### Categorías y Criterios de Opinión

CATEGORÍA CRITERIO	CARACTERÍSTICAS	CONDICION EN ESTRATEGIA	DIFERENCIA VS. RENDIMIENTO IPyC
<b>FAVORITA</b>	Emisora que cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Mayor a 5.00 pp
<b>¡ATENCIÓN!</b>	Emisora que está muy cerca de cumplir nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva.</b> Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.	Puede o no formar parte de nuestro portafolio de estrategia	En un rango igual o menor a 5.00 pp
<b>NO POR AHORA</b>	Emisora que por ahora No cumple nuestros dos requisitos básicos: <b>1) Ser una empresa extraordinaria; 2) Una valuación atractiva. Los 6 elementos que analizamos para identificar una empresa extraordinaria son: Crecimiento, Rentabilidad, Sector, Estructura Financiera, Política de Dividendos, y Administración. Una valuación atractiva sucede cuando rendimiento potencial del Precio Objetivo es superior al estimado para el IPyC.</b>	No forma parte de nuestro portafolio de estrategia	Menor a 5.00 pp



## Directorio

<b>DIRECCIÓN</b>			
Alejandro Finkler Kudler	Director General / Casa de Bolsa	55 56251500 x 1523	<a href="mailto:afinkler@vepormas.com.mx">afinkler@vepormas.com.mx</a>
Carlos Ponce Bustos	Director Ejecutivo de Análisis y Estrategia	55 56251537 x 1537	<a href="mailto:cponce@vepormas.com.mx">cponce@vepormas.com.mx</a>
Fernando Paulo Pérez Saldivar	Director Ejecutivo de Mercados	55 56251517 x 1517	<a href="mailto:fperez@vepormas.com.mx">fperez@vepormas.com.mx</a>
Juan Mariano Cerezo Ruiz	Director de Mercados	55 56251609 x 1609	<a href="mailto:icerezo@vepormas.com.mx">icerezo@vepormas.com.mx</a>
Manuel Antonio Ardines Pérez	Director De Promoción Bursátil	55 56251500 x 9109	<a href="mailto:mardines@vepormas.com.mx">mardines@vepormas.com.mx</a>
Jaime Portilla Escalante	Director De Promoción Bursátil Monterrey	81 83180300 x 7329	<a href="mailto:jportilla@vepormas.com.mx">jportilla@vepormas.com.mx</a>
Ingrid Monserrat Calderón Álvarez	Asistente Dirección de Análisis y Estrategia	55 56251541 x 1541	<a href="mailto:icalderon@vepormas.com.mx">icalderon@vepormas.com.mx</a>
<b>ANÁLISIS BURSÁTIL</b>			
Rodrigo Heredia Matarazzo	Subdirector - Sector Minería	55 56251515 x 1515	<a href="mailto:rheredia@vepormas.com.mx">rheredia@vepormas.com.mx</a>
Laura Alejandra Rivas Sánchez	Proyectos y Procesos Bursátiles	55 56251514 x 1514	<a href="mailto:lrivas@vepormas.com.mx">lrivas@vepormas.com.mx</a>
Marco Medina Zaragoza	Vivienda / Infraestructura / Fibras	55 56251500 x 1453	<a href="mailto:mmedinaz@vepormas.com.mx">mmedinaz@vepormas.com.mx</a>
Jose María Flores Barrera	Alimentos / Bebidas / Consumo Discrecional	55 56251500 x 1451	<a href="mailto:jfloresb@vepormas.com.mx">jfloresb@vepormas.com.mx</a>
Andrés Audiffred Alvarado	Telecomunicaciones / Financiero	55 56251530 x 1530	<a href="mailto:aaudiffred@vepormas.com.mx">aaudiffred@vepormas.com.mx</a>
Juan Elizalde Moreras	Comerciales / Aeropuertos / Industriales	55 56251709 x 1709	<a href="mailto:jelizalde@vepormas.com.mx">jelizalde@vepormas.com.mx</a>
Juan Jose Reséndiz Téllez	Análisis Técnico	55 56251511 x 1511	<a href="mailto:jresendiz@vepormas.com.mx">jresendiz@vepormas.com.mx</a>
Juan Antonio Mendiola Carmona	Analista Proyectos y Procesos Bursátiles y Mercado	55 56251508 x 1508	<a href="mailto:jmendiola@vepormas.com.mx">jmendiola@vepormas.com.mx</a>
Daniel Sánchez Uranga	Editor Bursátil	55 56251529 x 1529	<a href="mailto:dsanchez@vepormas.com.mx">dsanchez@vepormas.com.mx</a>
<b>ESTRATEGIA ECONOMICA</b>			
José Isaac Velasco Orozco	Analista Económico	55 56251500 x 1454	<a href="mailto:jvelasco@vepormas.com.mx">jvelasco@vepormas.com.mx</a>
Edmond Kuri Sierra	Analista Económico	55 56251500 x 1725	<a href="mailto:ekuri@vepormas.com.mx">ekuri@vepormas.com.mx</a>
Dolores María Ramón Correa	Analista Económico	55 56251500 x 1546	<a href="mailto:dramon@vepormas.com.mx">dramon@vepormas.com.mx</a>
<b>ADMINISTRACION DE PORTAFOLIOS</b>			
Mónica Mercedes Suarez	Director de Gestión Patrimonial	55 11021800 x 1964	<a href="mailto:mmsuarez@vepormas.com.mx">mmsuarez@vepormas.com.mx</a>
Mario Alberto Sánchez Bravo	Subdirector de Administración de Portafolios	55 56251513 x 1513	<a href="mailto:masanchez@vepormas.com.mx">masanchez@vepormas.com.mx</a>
Ana Gabriela Ledesma Valdez	Gestión de Portafolios	55 56251526 x 1526	<a href="mailto:gledesma@vepormas.com.mx">gledesma@vepormas.com.mx</a>
Ramón Hernández Vargas	Sociedades de Inversión	55 56251536 x 1536	<a href="mailto:rhernandez@vepormas.com.mx">rhernandez@vepormas.com.mx</a>
Juan Carlos Fernández Hernández	Sociedades de Inversión	55 56251545 x 1545	<a href="mailto:jfernandez@vepormas.com.mx">jfernandez@vepormas.com.mx</a>
Heidi Reyes Velázquez	Promoción de Activos	55 56251534 x 1534	<a href="mailto:hreyes@vepormas.com.mx">hreyes@vepormas.com.mx</a>